

地方債の共同発行

—自治体向け公庫資金と市場公募地方債の統合化の検討—

大 東 辰 起[†]

キーワード：地方債，共同発行，地方公共団体金融機構，共同発行市場公募地方債

1. はじめに

2001年の財政投融资改革（以下、「財投改革」という）によって，地方債市場の流れは地方自治体の自立化へと大きな転換を図るものとなった。市場化を志向した国の意向もあって，財政融資資金をはじめとした公的資金の比率が減少してきているなか，地方自治体としていかに金利コストを制御しながら資金を調達していくかが重要となってきた。地方自治体の財政運営面での地方債の役割は，資金の調達から資金調達コストを加味した金融取引へとシフトしたことから，地方自治体が安定的な財政運営を遂行していくには，資本市場からの資金調達により一層の工夫が求められているといえよう。

市場化への対応として，地方債の共同発行のすう勢は，2003年度から実施がスタートした共同発行市場公募地方債のみならず，公営企業金融公庫の改編の実現をみるなど，公助から共助へシフトするなど地方債資金の状況は変化している¹⁾。国の特殊法人である公営企業金融公庫は2008年9月末に廃止となり，地方自治体の共同出資となる地方公営企業等金融機構が翌10月から業務を開始した。その後，地方公営企業等金融機構は2009年6月に地方公共団体金融機構へと改組した。見直しに際しては，国・地方自治体は新たな出資や政府保証を求めないなど，より市場化を意識した方向が明確に打ち出された。

しかし，自治体間には財政力格差が現に存在していることや資金調達の専門スタッフが

[†] 大阪市環境局職員 大阪産業大学大学院経済学研究科後期博士課程

草 稿 提 出 日 6月26日

最終原稿提出日 8月2日

1) 図1の資料によると，公助は財政融資資金，共助は地方公共団体金融機構や共同発行市場公募地方債，自助は市場公募地方債と分類している。なお，公営企業金融公庫や公営企業等金融機構は公助に位置付けられていた。

十分に配置されているわけでもないことを考えると、資本市場からの資金を少人数のスタッフで効率的かつ低コストに調達していくためには、地方自治体が単独で資金調達するだけでなく、共助に基づく共同発行について検討を進めていくことは時宜にかなっている²⁾。

筆者の知るところ、地方債の共同発行における先行研究は、三宅（2014b）を除いて、各々の共同債についてしか論じていない。このため本稿では、経済学の立場から、地方債の共同発行に焦点をあて、資金調達手法としての有効性について検討すると同時に、地方公共団体金融機構が発行する地方債と共同発行市場公募地方債という2つの共同債にかかる制度の存続基盤の課題と今後の方向性について論じることとしている。

本稿の構成は、まず第2節では、戦後の地方債制度が時代の変化に適合しながら、変遷してきた経緯をたどる。日本の地方債制度においても、共同債の仕組みは公営企業金融公庫が発足した1957年にはじまっており、その後時を経て、2003年から共同発行市場公募地方債、2009年から公営企業金融公庫を廃止してできた地方公共団体金融機構が存在している。また、地方債制度の変遷とともに、地方債資金における共同債の有効性について考察する。続く第3節では、地方公共団体金融機構に至るまでの歴史的経緯をたどりながら、今日的な課題を中心として考察する。総務省の悲願とされていた地方自治体を運営主体とした地方債資金調達機関が、実は国の統制手段とされている点を課題として検討する。第4節では、共同発行市場公募地方債が地方債の市場化の流れに抗しきれず、今日の資金調達手段に落ち着いた経過をたどる。地方債市場の混乱を収束するための手段としてスタートすることとなったが、現状の制度運用をみる限り、弾力的な制度設計が行われていない点を課題として検討する。第5節は、2つの共同債には、制度創設に至る歴史的経路にも依存しているとはいえ、現行制度の再検討を行っていく必要がある。地方債資金は、公助から共助・自助へと役割が変化している。地方自治体にとってメリットの大きい資金調達手法が創造されるべきであり、2つの共同債においては、一本化を検討することが有意だと結論付けた。第6節は本稿の締めくくりである。

2. 地方債制度の変遷と共同債の潮流

(1) 地方債制度の変遷

地方債制度の変遷について、大まかな特徴を次に示した。

2) とはいえ、財政投融资資金（財投国債を原資）と特殊法人である公営企業金融公庫による貸付（原則、政府保証債を原資）が、相互に補完しあいながら地方自治体へ資金貸付を行ってきたことには留意する必要があるだろう。

- ・ 1950年代 地方財政危機、財政再生制度、地方交付税制度の創設 ※公営企業金融公庫創設
- ・ 1960年代 起債事業の拡充（公営住宅債、直轄事業債、特別地方債など）
- ・ 1970年代 財源対策（充当率の嵩上げ、交付税算入措置など）
- ・ 1980年代 ふるさと創生事業の創設
- ・ 1990年代 バブル崩壊後の景気対策、地方債の増発、事業費補正算入の拡充
- ・ 2000年代 許可制から協議制へ、財政健全化指標、統一条件方式の廃止、地方債格付け

2000年代に入るまでは、もっぱら地方債は制度運用に重点があったといえる。地方債資金は財政的側面から、どれだけの額の資金を調達すべきかに関心が寄せられていたのである。しかし、それ以降では、制度運用よりも資金の市場化対応をはじめとして、どれだけ低利で資金を調達することができるのかに重点が移ってきた³⁾。

地方債は、地方自治体の主要な歳入項目の中で、唯一、市場と直接的に接するものであり、財政と（金融）市場という、論理の異なる制度の接点として相互に機能している。それゆえ、地方債の問題を考える際には、資金需要者である地方自治体の側からの視点と資金供給者である投資家の側からの視点が必要となる。また、調達方法や金利条件の有利・不利を見極めるなど、金融的側面からのアプローチを用いた戦略は、資金調達の新たな時代の幕開けといえる。

地方債市場へのアプローチを資金調達機関から、それも個別の資金調達機関としてではなく、共同の資金調達機関に関する分析をしているのが三宅（2014b）である。三宅は、アメリカ、イギリス、北欧3国の地方債市場を分析し、地方共同資金調達機関を市場競争重視型モデルと公的支援重視型モデルに類型化している。そのうえで、①アメリカの地方債市場は市場重視型モデルに位置付けられているものの、金融保証保険という地方共同資金調達機関を究極的な存在ともいえる民間金融機関であったものが、近年では相互会社機能を持った機関への再構築が進められている。②イギリスの地方債市場は、PWL B（Public Works Loan Board、公共事業ローンボード）を公的支援重視型モデルに位置付けており、これは依然として中央集権的な財政制度を維持しているイギリスに限られるもので、国際的にも稀有なものとしている。③スウェーデンの地方金融公社、デンマークの地方金融公庫、ノルウェーの地方金融公社など、北欧3国の地方共同資金調達機関は、国内における

3) それまでは地方自治体は、公的資金か民間等資金かの配分に関心を持つだけだった。公的資金が配分されれば、長期・固定で低利の資金が安定的に確保できたことを意味しており、他方で民間等資金の市場公募地方債については、統一条件方式とされていたため、調達金利に競争原理が働いていたわけではない。

地方債市場でのシェアが増加基調にある、と述べている。つまり、金融市場の自由化やグローバル化を契機に伝統的な銀行機能に代わる機関として地方金融公社等がその位置付けを高めてきたことは、逆説的だが、イギリスの公的支援重視型モデルが主流ではなくなってきたことを意味している⁴⁾。

地方債資金を巡る国際的な潮流と同じ時期、日本でも財投改革をはじめとした地方債の市場化といった地殻変動が起きていた。その影響を受けて、地方自治体が共同して資金を調達する仕組みを構築したのだが、その背景にはどのような考え方があり、そして地方自治体にどのようなメリットを及ぼすものかについて、以下で考察する。

(2) 日本の共同債

一連の地方債改革によって、地方債制度は大きく変容したが、地方債資金における転換は、国が資金調達の自主性・自律性を打ち出したことにある。それは公民の役割分担からすると、公助から共助へのシフトであり、一方で、自助だけで不十分な場合には共助の機能を働かせることで資金確保の安定性をめざしたことである。

図1は共同発行市場公募地方債に関する説明会で活用した資料を編集したものである。財政投融资を通じた財政融資資金を「公助」と位置付け、地方自治体が共同で発行する地方共同金融機構を通じた資金調達や共同発行市場公募地方債を「共助」、地方債の個別発行を「自助」と区分している。地方債計画での政府資金の割合が低下するなど、公助が薄まりつつある現状において、共助・自助が求められる流れになってきた。

それでは共同債にメリットはあるのだろうか。少なくとも個別発行と対比した場合に、規模の経済や範囲の経済におけるメリットを享受できる可能性が考えられる。具体的には、業務の専門性の獲得、コスト軽減、リスクの低減があげられる。以下で、その検討を行うこととする。

まず業務の専門性の獲得についてであるが、地方債の共同発行機関が一元的に業務を受託することで、専門スタッフを配置し、同一業務を反復しながら継続して業務に携わることで、ノウハウの蓄積が急速に進む。こうしたノウハウは資金調達の面だけではない。元利償還や資金調達の多様化も含めた公債管理のノウハウの蓄積も同時に進んでいることも意味している。また、共同発行機関は地方自治体の統合体でもあることから、地方自治体への財務情報の開示をはじめとして、専門的な財務分析が行われることを前提として、専

4) 日本でも財投改革で資金運用部資金は財政融資資金へと衣替えし、地方自治体への資金供給額も大幅に減少した。地方債計画額に占める政府資金の割合（当初計画）は、2000年度に48.5%だったものが、2017年度には24.7%となっている。

地方債の共同発行（大東辰起）

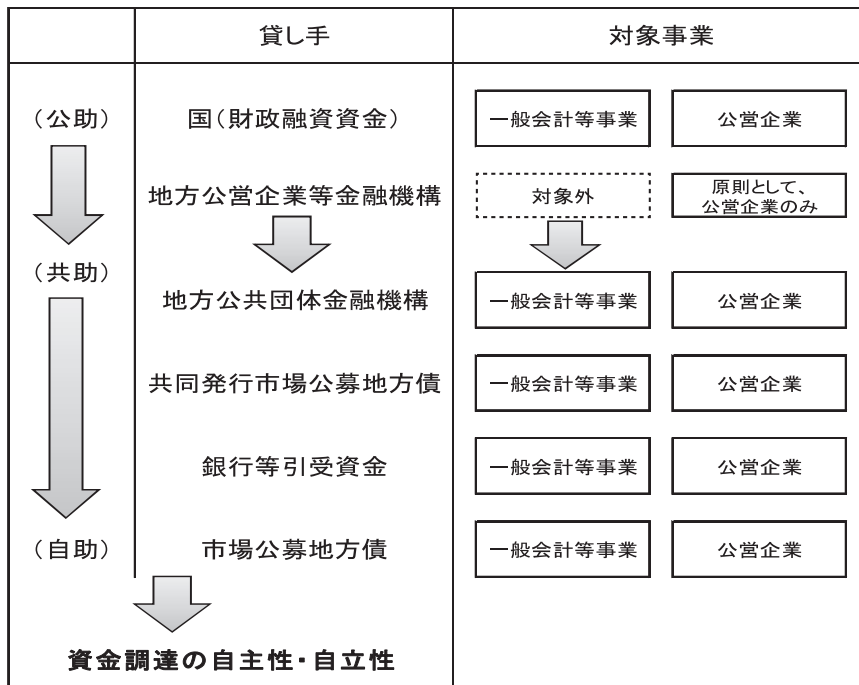


図1：地方債資金の状況

（出典）共同発行市場公募地方債に関する説明会（2009.3.5）資料を参照のうえ、筆者において作成

門性レベルの向上が期待できる。その期待に応えるため、地方債格付けの取得など積極的な経営資源の投入が検討され、地方自治体にとってもメリットは高く、そのメリットゆえに地方自治体と発行機関間で長期にわたる強固な関係の構築が可能となる。

次にコスト軽減についてであるが、発行規模が大きくなれば、固定的経費にかかる部分は軽減すると考えられ、1単位当たりの発行コストは軽減される。また、各種の事務処理コストについても同様である。ただし、定率制課金のように変動経費を含んだコストの場合には、例えば、発行時の手数料や元利償還時の手数料がそれに該当するが、発行量の増加はコストも比例して上昇することを意味している。しかし、これも契約時にボリュームの増大を取引材料として料率の引下げ交渉が可能で、実際、共同発行債がスタートしたときには、各種の手数料が大幅に下がった。

地方債にかかわる信用リスクプレミアムや流動性プレミアムが地方債のスプレッド（spread）として発現することが確認されており、それらは地方債債券における流動性の差異に求められ、すなわち発行体によって発行金額のボリュームに差があり、それが流動性の大小に関係しているとされることが多い。こうした課題は、共同発行を企図することで、規模や範囲の経済によって、リスク低減の機能を働かせることが可能となるのではないか。

本稿では、第3節で地方公共団体金融機構、4節で共同発行市場公募地方債を取り上げる。前者は、政府との関係性や政府債務と結びつけて議論されることが多いようである。後者は、市場公募地方債と結びつけて議論されることが多いようである。もちろん単独の資金調達手法の検討として論じられることもある。資金の調達方法に違いはあっても、地方債資金を共同化することで、業務の専門性の獲得、コスト軽減やリスクの低減の実現をめざしている点では、一体的に議論がされてもおかしくはない。共同発行機関である地方公共団体金融機構や共同発行団体連絡協議会⁵⁾の役割は、安定的な資金調達であり、近時では、金融取引全般としてのコストの削減などが加わっている。

地方自治体単独で資金調達することと比較して、デメリットを薄めメリットを増大させる可能性のある地方債の共同発行方法について、先行研究における指摘なども踏まえながら、第3節及び第4節で検討していく。

3. 地方公共団体金融機構

(1) 制度の変遷と現状

地方債資金を円滑に調達するために特別な金融機関を設置しようとする構想は、戦前からあった。とりわけ代表的とされているのが、1938年に内務書記官の三好重夫氏により提唱された「地方団体中央金庫」設置の構想であった⁶⁾。この提唱は、財政力の弱い地方自治体の地方債資金の借入を容易にし、財政の弾力性を確保する必要性から、地方自治体としての中央金庫を設置しようと考えたものであった。

1956年10月には、地方制度調査会からも「地方財政に関する当面の措置についての答申」で、「公営事業の現況にかんがみ、その長期的拡充を図るため、公営事業債を大幅に増額するとともに、公募債の消化の円滑を期するための機関を創設することが必要である」と提言され、1957年6月に公営企業金融公庫が創設されることとなった⁷⁾。

創設の背景には、地方自治体の財政状況が厳しく、とりわけ戦後の拡大し続ける公共需要だけでなく、旺盛な公営企業の資金需要にも応需する必要があったためである。1957年度の地方債計画では、一般会計債の割合は51%、公営企業債49%、その後、1965年度には、

5) 協議会は、36地方自治体の共同発行市場公募地方債の発行予定や発行実績をとりまとめ、ホームページでその状況を公表している。

6) 平嶋彰英・植田浩(2001)『地方債(地方自治総合講座9)』p.274で出典が示されており、それによると「自治研究」14巻11号である。

7) 1957年に公営企業金融公庫が設立され、その後、2008年に51年の業務を終了し、業務は地方公営企業等金融機構へ継承された。その機構も、2009年に地方公共団体公共機構へ業務を継承した。

一般会計債の割合は35%，公営企業債65%と大幅な伸びを示している。

今日に至って、状況は一変した。公営企業等金融機構創設時の2008年度の地方債計画（当初）では、一般会計債の割合は77%，公営企業債23%，となっており、資金対応すべき対象は公営企業から一般会計の事業へとシフトしていたのである。

2008年10月30日の「新たな経済対策に関する政府・与党会議，経済対策閣僚合同会議」において、「生活対策」が決定された。その翌日には、鳩山総務大臣から地方財政審議会に対して、「地方公共団体支援策」の1つとして、「地方自治体（一般会計）に長期・低利の資金を融通できる，地方共同の金融機構の創設」にかかる検討が要請された。

2008年12月10日、「地方共同の金融機構のあり方に関する検討会」で報告書がとりまとめられている。制度的な枠組みに関する提言がなされているのはもちろんのこととして、「国からの支援，すなわち『公助』としての財政融資資金の弾力的な発動も求められるとともに，地方公共団体の『共助』の仕組みにおいて，長期・低利の資金を確保することが重要である」として，地方債資金に共助という考え方が出現した。

従来，公的資金とは，当然に「公助」と目され，財政融資資金と公営企業金融公庫資金（公営企業等金融機構資金を含む）をさすものとされていたものが，後継組織である地方公共団体金融機構の貸付資金は，引き続き，公的資金の枠内にありながら，共助としての資金調達求められるようになった。第2節でみたように民間等資金（自助）を補完する共同の資金調達機能（共助）を保有した組織へと移行したのである。

公営企業金融公庫の設立目的は，公営企業金融公庫法第1条「公営企業の健全な運営に資するため，特に低利，かつ，安定した資金を必要とする地方公共団体の公営企業の地方債につき，当該地方公共団体に対し，その資金を融通し，もって地方公共団体の公営企業を推進し，住民の福祉の増進に寄与すること」としている。一方，地方公共団体金融機構の設立目的は，地方公共団体金融機構法第1条「地方公共団体による資本市場からの資金調達を効率的かつ効果的に補完するため，地方公共団体に対しその地方債につき長期かつ低利の資金を融通するとともに，地方公共団体の資本市場からの資金調達に関して支援を行い，もって地方公共団体の財政の健全な運営及び住民の福祉の増進に寄与すること」としている。

低利で長期の資金を供給する目的は継承しつつも，地方自治体の資金調達に関する支援を明確にするなど，これまでにみられない姿勢を打ち出している。貸付対象範囲が公営企業だけに限定していた時代とは違い，一般会計事業が貸付対象となったことに起因して，あらゆる面で地方自治体をサポートしていくことが今日的な使命と認識されている。

(2) 課題の抽出と分析

ア 課題の抽出

公営企業金融公庫の関心は、地方公営企業への安定的かつ低利で長期の資金供給に限られていた。いかに公的資金の役割を果たすかに限定されていたが、財投改革で状況は一変し、近年の先行研究では、公営企業金融公庫の緩慢な経営に対する指摘のほかに地方公営企業等金融機構や地方公共団体金融機構の財務基盤に関心がシフトしてきている。

小池（2006）は、地方自治体が共同で資金調達を行う組織について論点整理している。それによると、超長期債券市場が整備されるなかで、公営企業金融公庫が大きな金利リスクを負担してきたことや国債よりも調達コストが高い政府保証債の発行を継続してきたことに対して、時代の変化への対応の不十分さを指摘している⁸⁾。土居（2007）は、公営企業金融公庫の承継機関についても、単独で公募発行できない自治体向けに共同発行を支援する地域別の機関に改組することを提言している⁹⁾。田中（2009）は、新しい機構が抱えている課題について財務基盤を中心に検討を行っている。長期にわたる景気の低迷やレジャーの多様化などにより、1991年度をピークに公営競技納付金が大幅に減少するなかで、従来のように貸付利率引下げ措置としての特別利率制度継続を支える仕組みそのものを是正し、公的資金の貸付機関が担うべき役割を再認識したうえで、税財源の投入の必要性についても触れている¹⁰⁾。中里（2009）は、地方公営企業等金融機構が発行する機構債は政府保障のない債券の発行によって資金調達を行うため、公営企業金融公庫と比べて、資金調達コストが上昇し、そのスプレッドは共同発行市場公募地方債をやや上回るものとみている。改組後の地方公共団体金融機構についても、資産と負債のデュレーション・ギャップ（duration gap）¹¹⁾が金利変動の影響を受けること、基金を通じた利差補てんが継続できるかどうかは、基金の運用環境と公営競技納付金の動向に依存するものとしている¹²⁾。小西（2011）は、地方公共団体金融機構については、自身の信用力で長期固定の資

8) 小池（2006）pp.1-10参照。

9) 土居（2007）p.283参照。

10) 田中（2009）pp.1-37参照。

11) デュレーション・ギャップとは、資産（貸付金の回収等）又は負債（財投債の償還等）から生じる将来キャッシュフローを現在価値に換算し、そのキャッシュフローが生じるまでの期間を現在価値のウェイトで加重平均したものをいい、資産又は負債の平均残存期間を示したものである。地方公共団体金融機構のディスクロージャー誌によると、同機構の2015年度末の一般勘定のデュレーション・ギャップは1.30年となっている。デュレーション・ギャップ発生の原因は、地方自治体に対し、最長30年（2015年度以降は最長40年）で貸付を行う一方で、貸付原資については期間10年の債券発行を中心に賄っており、貸付と資金調達のための債券及び長期借入金の期間に大きな差異が生じるためである。

12) 中里（2009）pp.127-137参照。

金を調達し、金利変動準備金を確保することで、民間金融機関にできない長期貸付を行っている点を高く評価している。一方で、低利による貸付は公営企業納付金により基金を造成し、その運用益の範囲内で実現されていることから、低利はあくまで「プラス・アルファ」だとしている。なお、公的資金としての地方公共団体金融機構の役割を高めるには、同機構の財務基盤の強化を必要としている¹³⁾。

主な先行研究から導出される帰結は、地方公共団体金融公庫の財務基盤に関することであり、財務基盤を確立するための方策に関することである。このことが課題であり、次では、共助の要請にも応えつつ、地方公共団体金融機構はこれまで以上に自立した運営をしていかざるを得ないものとするが、その財務基盤は安定しているのかどうか、次で検証を行うこととする。

イ 課題の分析

2015年度末における地方公共団体金融機構の主要科目残高は、資産の部では、貸付金23兆6,645億円に対し、負債及び純資産の部では、債券19兆7,996億円、特別法上の準備金等3兆4,468億円、地方公共団体健全化基金9,203億円等となっている。

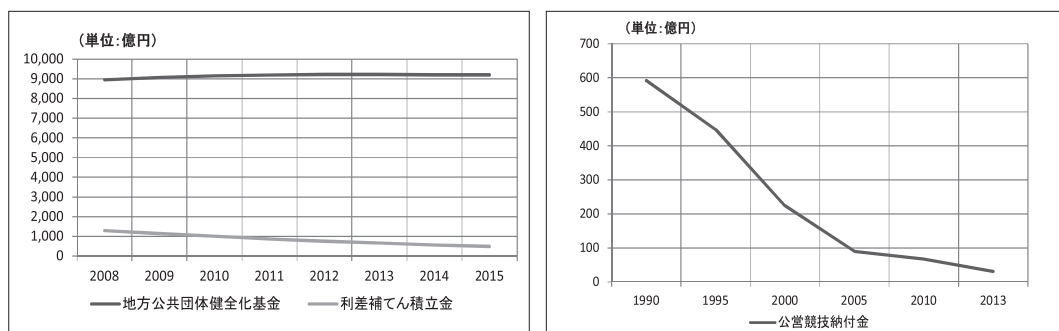
現在、地方公共団体金融機構を通じた地方債の利子軽減に資するためのルートは、利差補てん積立金と地方公共団体健全化基金の2つがある。

利差補てん積立金は、公営企業金融公庫が利子軽減を安定的に継続していくため、その利下げのための将来財源を地方公共団体金融機構が継承したもので、同機構自身は新たな積立は行っていない¹⁴⁾。このため、既存の公庫資金の利下げ所要額を手当するため、毎年基金から取り崩している。2008年度末には1,288億円あったものが、2015年度末には483億円となっている（図2の左図を参照されたい）。

地方公共団体健全化基金は、地方債の利子軽減を図るため、公営競技施行団体から納付された納付金とその運用益を財源として活用している（図2の右図を参照されたい）。戦後の日本経済のめざましい復興で国民所得は増大していき、その伸びに支えられ競馬、競輪、オートレース、モーターボート競走などの公営競技は、売上・収益とも増加を続けていた。このため、公営競技の施行自治体と非施行自治体との間の財政格差が拡大し、いわゆる「均てん化」に関する議論が高まり、関係各省でその対策の検討が重ねられた。

13) 小西（2011）pp.183-196参照。

14) 2001年度に国庫補給金廃止後の特別貸付制度維持財源を確保するため、低利により将来発生する損失を当該貸付実行年度にあらかじめ引き当て、当該貸付金回収に応じて年度末に取り崩して収益戻入する「利差補てん引当金」として創設されたものである。



(注1) 2009年度までは公営企業金融公庫，2009年度以降は地方公共団体金融機構の数値。

(注2) 右図の納付金については，2013年度までしか数値が公表されていない。

図2：公庫資金等の健全化基金と積立金及び公営企業納付金

(出典)『公営企業金融公庫史』より，筆者において作成

その結果，公営競技の売上を一定の割合で拠出し，これを公営企業金融公庫にプールし，地方公営企業が上下水道，工業用水道，交通，地下鉄等の事業投資のために借り入れる企業債の利子負担の軽減を図ろうとする案が浮上し，1970年2月，第53国会において関係法案が可決された。地方財政法附則第32条の2の規定に基づき，公営企業金融公庫に対する納付金制度が実施されたのである。そして現在では，公営企業金融公庫から引き継がれた地方公共団体金融機構で納付金を管理するための地方公共団体健全化基金で運用が行われている。同基金については，2008年度末に8,946億円だったものが，2015年度末に9,203億円へと増加した。これまでは順調に増加はしてきたものの，近年では納付金が減少していることや低金利下で基金の運用環境も厳しくなっている。

次に，金利変動準備金及び公庫債券金利変動準備金についてであるが，これらは地方公共団体金融機構債券及び公営企業金融公庫債券の借換えにともなう金利変動リスクに備えるためのものである（図3を参照されたい）¹⁵⁾。

現在，地方公共団体金融機構では，地方自治体へ最長40年で貸付を行っているが，貸付原資については，期間10年の債券発行を中心に調達しているため，貸付と資金調達の期間が大きく開いている。このことから，債券借換え時の金利が，例えば，借換え時の金利>（当初）資金調達金利となっていれば，逆ザヤとなってリスクとなる。

2009年度に地方公共団体金融機構が創設され，一般会計債に本格的に貸付するように

15) 1989年度に「債券借換損失引当金」が創設され，将来の借換債に備えることとし，2006年度まで毎年積立が行われたが，2008年10月時点で3.4兆円と見込まれた残高全額を地方公営企業等金融機構，地方公共団体金融機構へと継承されることとなった。うち2.2兆円を新勘定，1.2兆円を旧勘定と整理した。

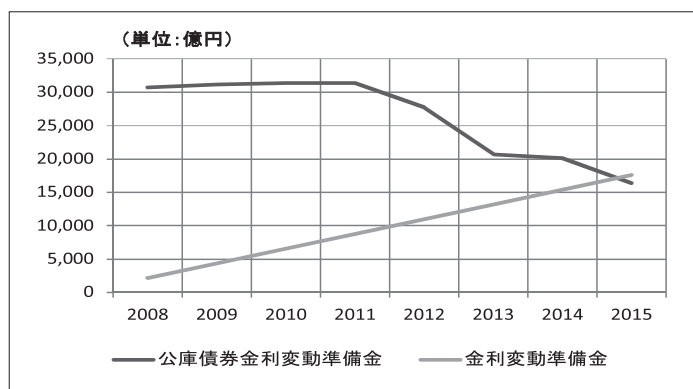


図3：公庫資金等の金利変動準備金

（出典）地方公共団体金融機構ディスクロージャー誌より，筆者において作成

なってきたことから，貸付枠が拡大してきている¹⁶⁾。別の見方をすれば，貸付拡大はリスク予備軍が増大したとも考えられる。しかし，歴史的な低金利の恩恵もあって，10年前と比べても金利は低下しており，借換えは順調に推移するなど，サヤが出ている。金利が反転した際には，大きなリスクとなることは間違いないので，今得られたサヤは基金に積み立て，将来に備えるのが賢明であろう。

地方公共団体金融機構は創設時に公営企業金融公庫から債券借換損失引当金等で約3.4兆円全額を継承しており，うち2.2兆円を10年かけて（毎年2,200億円），継承した資産を預かる「管理勘定」から「一般勘定」へ管理替えすることとしている。残余分は「管理勘定」として，管理するにしても，公営企業金融公庫の債務償還が完了し，管理勘定を廃止した際に，なお残余がある場合には，その財産は国へ返還するものとした。

したがって，「管理勘定」廃止前であっても，地方公共団体金融機構の経営状況が良好で資金面に不安がない場合などには，将来にわたって円滑に業務を運営するために必要な額を上回ると認められるときは，当該上回ると認められる額を国に帰属させるとしている（地方公共団体金融機構法附則第14条）¹⁷⁾。

これまで2008年に地域活性化・生活対策臨時交付金の財源として3,000億円，2012年～2013年にかけて地方交付税の財源として，1兆円が公庫債券金利変動準備金から国に帰属することとなった。また，2015年～2017年の3年間で，同準備金から総額6,000億円以内

16) それまでも一般会計債のうち，公営住宅債や臨時三事業（道路・河川・高校）に資金貸付されていた。

17) 2007年5月，地方公営企業等金融機構創設時に衆議院及び参議院において，附帯決議が付されている。その内容は，「機構が解散した場合の残余財産の帰属の取扱いは機構及び地方公共団体の意見を十分聴取して慎重に対処」するようされていた。

で国に帰属することとなっており、これを財源として、地方交付税として地域創生に役立てられることとなっている。

低金利下にあることから、逆ザヤとならず、むしろ大きなサヤを生じていたものが、国の打出の小槌として活用されている。総務省の悲願として、オール地方自治体共同の資金調達機関が、国の要請に基づき、いとも簡単に財源を抜き取られている。

詰まるところ、2.2兆円については、国として金利変動の準備金として確実に手当はするとしても、それを上回る部分については、国が自由意思で使える資金を得たことになる。

(3) 新たな課題の浮上

財投改革の前後、財政投融资のあり方が議論されていた¹⁸⁾。吉野・高月（2003）は、財政投融资の役割は、市場メカニズムにはなじまない政策分野に、市場金利では採算が合わない場合に、低利で資金融資を実行すること、また、民間では融資しづらい10年を超える超長期の資金を担うことだとしている¹⁹⁾。同様に、内堀（1999）は、市場の欠陥を補完するものとしての公的金融、すなわち財政投融资の必要性を説明している²⁰⁾。しかし、宮脇（1995）は、財政投融资を「経済成長のための偉大な牽引システム」「日本財政のやりくりシステム」と捉えながらも、中央集権型行政を展開するための隠れた財源となったことを指摘している²¹⁾。

公営企業金融公庫にはじまる現在の地方公共団体金融機構は、公的資金の役割を担う「地方財政のやりくりシステム」であった。その財務基盤は、分析結果から、少なくとも現段階でいえることは、制度存続の危機が差し迫っている状況にはないことが分かった。

一方で、地方公共団体金融機構として、財政投融资のくびきが解かれ資金調達面での自由度は高まったものの、依然として、国の政策面での協力、例えば、臨時財政対策債への資金提供など、本来なら財政融資資金で賄うべき財源であるにもかかわらず、地方公共団体金融機構債による対応として毎年5,000億円が押し付けられている。図4によると、財投改革後に貸付額は一旦減少したものの、臨時財政対策債の上積みもあって、下げ止まり

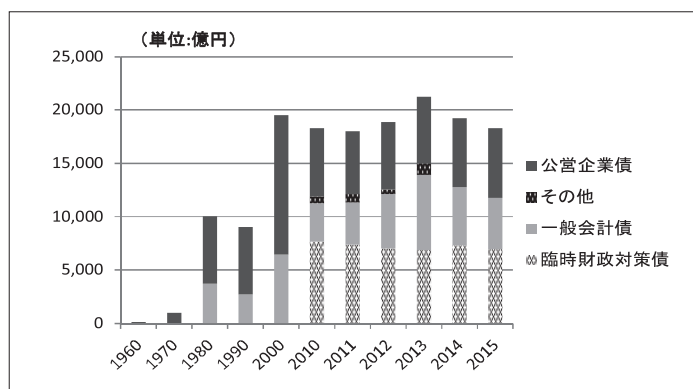
18) 2001年度からは公的資金においても借入利率の設定に市場原理が導入されることになった。地方自治体が地方債資金を公的資金又は民間等資金のいずれから調達する場合でも、借入利率の選択を誤れば、結果として、利払いに関して必要以上の負担が発生することになる。これまで地方債の借入利率については、償還時点まで固定的なものと考えられてきた。しかし、近年では償還の期間や方法も多様化し、金利情勢の変化などを勘案しつつ、地方債資金の借入利率あるいは償還期間の選択においても金利水準の動向を見込んだ時間的な選好が必要である。

19) 吉野・高月（2003）pp.124-160参照。

20) 内堀（1999）pp.15-36参照。

21) 宮脇（1995）p.12参照。

地方債の共同発行（大東辰起）



（注1）2009年度までは公営企業金融公庫，2009年度以降は地方公共団体金融機構の数値。

（注2）2009年度以降の「その他」欄は公営企業借換債等である。

図4：公庫資金等の発行額推移

（出典）地方公共団体金融機構ディスクロージャー誌より，筆者において作成

感はある。問題なのは貸付に占める臨時財政対策債の割合の方であり，本来なら地方交付税で措置するものであるとすれば，財政融資資金であるべきだろう。

その他にも，2015年度からは公営企業債の償還年限が延長され，最長28年が40年にまで伸びた。一連の政策は，国の意向に沿ったに過ぎないが，国の統制下に依然として置かれている状況であり，こうした国の統制下に置かれていること自体が見えざるリスクであると筆者は考える²²⁾。この克服が新たな課題ではないだろうか。

4. 共同発行市場公募地方債²³⁾

（1）制度の変遷と現状

地方債の共同発行の検討は，1953年9月の地方制度調査会（第1次）でも取り上げられ，同年に地方財政法第5条の5が制定され，一部事務組合方式による共同発行が可能となっ

22) 地方公共団体金融機構の貸付事業は，総務省が作成している地方債計画に沿って行われているが，貸付事業審査は書面のチェック程度にとどまっているのが現状である。限られた職員数で捌いていくにはやむを得ない面もあるのかもしれないが，貸付先が地方自治体限定ということで，貸し倒れの心配もないことから，債券発行に際して厳格な金融判断を行うようなこともないのであれば，これまでの国の出先機関と何ら変わりがない。

23) 共同発行市場公募地方債の格付けは，共同発行に参加する地方自治体の中で最も高い格付けを有する自治体の格付けが適用される。しかし，実態として，格付けは未取得である（2017年3月現在）。

た²⁴⁾。さらに1963年には、地方財政法第5条の6（現行5条の7）が制定され、地方債証券の共同発行方式が可能となった。

地方債の共同発行は、地方財政法第5条の7に規定されており、特に新しい制度ではなく、かつて1962年から1965年にかけて大阪府と大阪市によりドイツマルク債を発行した実績がある²⁵⁾。この4年間で4億ドイツマルク（約360億円）が発行された²⁶⁾。その後、地方債の共同発行は停止状態にあった。

1997年7月に地方分権推進委員会より出された地方分権推進委員会第2次勧告の部分に、地方債の発行条件の改善や地方債の円滑な発行を確保していくために、共同発行の促進等に努めることがあげられている。これに対する当時の総務省見解は、「現行制度上、地方債証券の共同発行の仕組み等があるほか、地方公営企業の共同発行機関である公営企業金融公庫が存在しているところであるが、今後、共同発行のあり方も課題である」として、共同発行の仕組みの再構築が必要との考え方を示した。

2003年からはじまった共同発行市場公募地方債までは、連帯債務が障害となって共同発行の運用がなされていなかった。しかし、今回については財投改革や金融ビッグバン後の市場の動向などを背景に、国主導で地方債の政府資金調達から民間等資金調達へのシフトが進められた。こうした経過のなかで、民間等資金の活用を図る一環として、東京都を除く市場公募発行団体が連帯債務方式で、当初27団体で発行が開始され、2017年度は36団体が参加している。

共同発行市場公募地方債は、個別自治体では難しい発行規模・発行回数の確保などのメリットもあるが、一方で財政状況などの異なる地方自治体が同一条件で発行している点が問題とされている。また、年間発行額の少ない地方自治体は、多くを共同発行市場公募地方債で調達することで、個別債の割合が減少してしまうなど、市場からの評価を直接受けにくいことも問題である。

2003年3月12日、格付け機関の1つであるJCRが発表したコメントである。

24) 調査会の構想は、その後、公営企業金融公庫として実現した。ただし、1999年には、この条文は削除された。その理由は、財政力の弱い地方自治体だけでなく、財政力のある地方自治体がロット化による流動性の向上やコスト軽減の観点から、一部事務組合方式にこだわる必要性が弱まったためと考えられる。

25) 地方財政法第5条の7は「証券を発行する方法によって、地方債を起こす場合においては、二以上の地方公共団体は、議会の議決を経て共同して証券を発行することができる。この場合においては、これらの地方公共団体は、連帯して当該地方債の償還及び利息の支払の責めに任ずるものとする」とされている。

26) 外債発行のために、政府保証が付されていた。

地方債の共同発行（大東辰起）

「この4月から東京都を除いた公募27団体が共同発行を行うこととしている。2003年度は公募地方債全体の四分の一にあたる8,000億円の発行が予定されている。共同発行債はロットが大きいため流動性が確保されること、連帯債務となるために債務不履行のリスクが軽減されることなど投資家にとってプラスとなる面も多い。しかし一方で27団体の連名による発行形式を取るものの地公体の顔ぶれが毎回異なるため、共同発行債の償還確実性の判断が困難となる。また地公体にとっても、他の共同債発行団体の債務不履行時にはその返済義務を負うことになるため、財政的にマイナスに作用する側面がある。特に発行量が大きく財政状況が良好な地公体にとっては、共同発行のメリットは少ないとみられる。地方債の商品性を向上すべく導入が図られた共同発行債であるが、発行コストの抑制にどの程度結びつくかは不明である。いずれにしても地方債の共同発行は、個別地公体における受益と負担の関係を歪めることや、利率や発行価格などの決定を総務省に当面は委任することなどから、地方分権化の流れに逆行する側面があるため、発行金額が小さく消化困難な地公体などに限定的に認めていくような運用が望ましいであろう」

この懸念は杞憂であった。共同発行市場公募地方債の仕組みは、地方財政法第5条の7に基づき、参加団体が毎月連名で連帯債務を負うことで、償還確実性を高めている²⁷⁾。

また、連帯債務とは別に、各地方自治体の減債基金の一部を募集委託銀行に預け入れるかたちで流動性補完を目的とするファンドを設置することで、期日どおりに元利金を支払

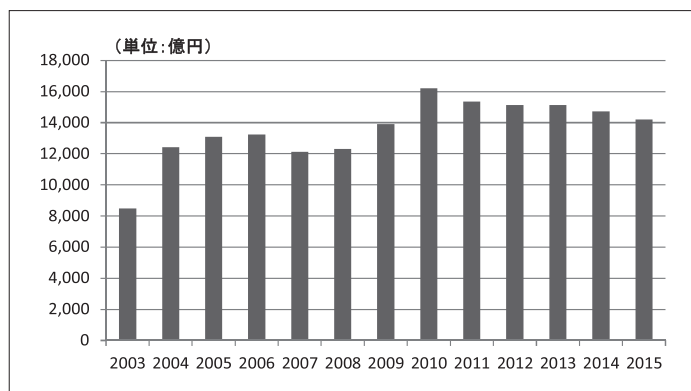


図5：共同発行市場公募地方債の発行額推移

(出典)『平成26年度版地方債統計年報(36号)』より、筆者において作成

27) 総務大臣立会いのもとに「地方債の共同発行に関する協定」が取り交わされている。

うこととしている²⁸⁾。なお、BIS規制における信用リスク・ウェイトは0%の債券となっている。

共同発行市場公募地方債の発行ボリュームは、当初の年間8,470億円から、2015年度には年間1兆4,210億円へと拡大しており、毎月1,200億円程度の発行予定となるなど、発行ロットも大きく流動性の高い債券となっている²⁹⁾。

共同発行市場公募地方債のメリットとして、発行ロットの拡大によって流動性プレミアムの上乗せは少なく済むはずで、資金調達コストの低減にも寄与しているものと考えられる。そのメリットは参加自治体に等しく還元されるとしても、自団体における市場公募地方債の発行ボリュームの大きい自治体を除いて、年間500億円程度の発行にとどまる自治体にあつては、メリットの割合は高いものとなる。参加自治体のなかでも、財政状況が良好で大規模な自治体である場合、共同発行市場公募地方債に参加するメリットはより少なくなってしまう。退出する自治体が続出することになると、残された自治体の信用力に不安を感じる投資家の出現を招きかねず、調達コスト（調達金利）は上昇するであろう。

一方で、資金調達面での有利さに乏しいことに原因があるとした場合、共同発行市場公募地方債の対国債スプレッド差が想定を上回ることになれば、退出団体を生じさせてしまう要因ともなり得る。

2009年の「地方債に関する調査研究委員会」報告書によると、地方自治体ごとの市場公募資金における資金調達の捉え方は、「個別発行債を重視して調達」「個別発行債を重視しているが、共同発行債による調達もあり」を合わせると75%にのぼり、個別発行債を重視のうえ共同発行市場公募地方債でも調達している状況にあった。その理由としては、資金の自力調達の重視、あるいは、個別発行債における発行時期や償還年限等の設定の柔軟性があげられている。また、「共同発行債を重視しているが、個別発行債による調達もあり」、「共同発行債を重視して調達」と回答した理由としては、発行条件が相対的に有利であり、発行コストの低減を図れることがあげられている。

（2）課題の抽出と分析

ア 課題の抽出

地方債における償還管理を適切にコントロールしていくためには、自団体だけでの取組には限界があり、より効果的な償還管理を実現していくには、地方自治体が連携した共同

28) このことをタイムリー・ペイメントといい、償還期日に遅滞なく元利償還の支払いを履行することを意味している。

29) 地方債計画の縮減もあって、2016年度は1兆2,040億円、2017年度は1兆2,060億円と減少している。

発行市場公募地方債といった仕組みを活用するのも1つの方策である。

共同発行市場公募地方債の特徴は、連帯債務方式と流動性補完措置の2つの仕組みにある。まず、連帯債務方式は、地方財政法第5条の7の規定に基づき、連帯債務をとっており、連帯債務者の一人一人がそれぞれ債務の全部について履行を負うもの（民法第432条³⁰⁾）とされ、2017年度であれば、共同発行市場公募地方債36団体の各々が発行額の全額について償還責任を負うものである³¹⁾。償還確実性に関して極めて強固な仕組みとなっている。次に、流動性補完措置は、万一の災害等にもなう不測の事態においても期日どおりに元利金を支払うこと（タイムリー・ペイメントの確保）を明確に示すため、各地方自治体の減債基金の一部を募集受託銀行（みずほ銀行）に預金として一定額を預け入れるかたちで、ファンドを設置した。災害等が発生した場合には、発行団体が当該ファンドを取り崩して支払いに充てるなどの対応が行われる仕組みである。これらの仕組みが、共同発行市場公募地方債の安全性を高め、安定的な発行を支える要因となっている。

しかし、こうした仕組みが構築されているにもかかわらず、共同債制度に参加する地方自治体の財政規律の低下の可能性について論じられることがある。財政状況が厳しく、自ら個別発行で資金調達するよりも、共同発行市場公募地方債に乗じて市中から資金を調達することで、金利軽減を図ることができる、このことが財政規律の低下だとされている。また、財政力が弱い自治体が、共同債制度を過度に活用する割には、財政力の強い自治体は共同債制度の活用を控えることも考えられる。後者は、個別発行が主たる資金調達方法であり、それで十分な資金が調達できていると推察される。

こうした課題を抱える共同発行市場公募地方債ではあるが、先行研究ではどのような議論が展開されているのだろうか。

丹波（2003）は、共同発行市場公募債について、年間発行規模が大きい地方自治体にとってはその恩恵は限定的であること、一方で、この仕組みによって、年間発行額の小さい自治体（宮城県、茨城県、新潟県、仙台市、千葉市）の個別銘柄の発行は行われなくなるとしている³²⁾。土居（2007）は、「北海道から九州まで広範に及ぶ団体が共同発行したの

30) 民法442条第1項（連帯債務者の求償権）及び444条（償還する資力のない者の負担部分の分担）を適用することも可能なことから、毎月の発行団体の内訳は違っていても、償還確実性は常に維持されている。

31) 36団体の内訳は次のとおり。道府県は24団体で、北海道、宮城県、福島県、茨城県、埼玉県、千葉県、神奈川県、新潟県、福井県、長野県、岐阜県、静岡県、愛知県、三重県、京都府、大阪府、兵庫県、奈良県、岡山県、広島県、徳島県、熊本県、大分県、鹿児島県である。指定都市は12団体で、札幌市、仙台市、千葉市、川崎市、新潟市、静岡市、京都市、大阪市、神戸市、広島市、北九州市、福岡市である。

32) 丹波（2003）pp.15-36参照。表1にあるとおり、2015年度に各自体で個別銘柄の発行はある。

であれば、どの自治体が怠慢であったかをモニターしにくく（中略）、『護送船団方式』と同様の状態に墮する恐れがある」とし、「地域的に近く、自治体間でピア・プレッシャー³³⁾が働く範囲で行うことが求められる」として、財政規律付けが不十分として地域別の共同発行機関に改編することを提言している³⁴⁾。江夏（2009）は、共同発行市場公募地方債のクレジットについて言及しているが、①参加団体のクレジットは、ソブリンの水準に近い範囲で安定的に推移しているが、分散効果については、参加団体のクレジットの相関が高いためあまり期待できないとしている。②地方財政法第5条の7に基づく連帯債務の存在は、格付け機関の指摘にみられるように、「ストロング・リンク」が適用されるとしている。しかし、参加団体の構成が大きく変化するなど、財政状況が脆弱な団体に偏ることがあれば、共同発行市場公募地方債のクレジットへの影響が及ぶ可能性を指摘している³⁵⁾。中里（2009）は、共同発行市場公募地方債は、発行ロットの拡大によって、流動性が向上し、流動性プレミアムの縮小による資金調達コストの低減を指摘し、年間発行額の小さい地方自治体にとってはメリットを享受できる可能性があるとしている。しかし、連帯債務によるジョイント・サポートについては、現在の地方財政制度の下では、ジョイント・サポートを地方債の共同発行市場公募地方債によるメリットと考えることについては慎重な立場をとっている³⁶⁾。小西（2011）は、地方債引受における民間等資金が増加するなかで、東京都が世界の大都市であり、地方自治体としてのブランドを有していることから、地方債市場のベンチマークであるとしながらも、共同発行市場公募地方債の発行ロットやタイムリー・ペイメントに備えた仕組みが整っていることから、「地方債銘柄を代表するベンチマークの役割を果たしておかしくない」としている³⁷⁾。

先行研究は、共同発行による効果については、概ね肯定的に捉えてはいるものの、弱小自治体が制度に悪乗りするデメリットを指摘している。また、土居（2007）や中里（2009）のように財政規律やジョイント・サポートに対して否定的な見解もある。

イ 課題の分析

共同発行市場公募地方債の仕組みは極めて強固であるようだが、それならばすべての市

33) ピア・プレッシャー（peer pressure）とは、「仲間からの圧力」のことをいう。共同債に置き換えれば、「自治体間で相互に監視しあう仕組み」となる。

34) 土居（2007）p.236参照。

35) 江夏（2009）pp.167-175参照。比較的安定的な資金調達手段である共同発行市場公募地方債の参加から離脱することは、地方自治体にとって資金調達を含めた財政運営の自己責任が高まることから、大きな動きは起きないとしている。

36) 中里（2009）pp.127-137参照。

37) 小西（2011）p.53参照。

場公募発行団体が参加団体となっているはずである。しかし、実際は55団体中36団体で、7割弱にとどまっている³⁸⁾。東京都は2003年当初より参加しておらず、共同発行市場公募地方債に参加するより、単独発行で市場より低利の資金調達が可能と判断したためとされている³⁹⁾。つまり、共同発行市場公募地方債に参加するメリットがなかったということであり、途中で退出した横浜市、名古屋市、福岡県なども、同様の事情と察せられる⁴⁰⁾。

次に、市場公募債の発行に関して、個別発行と共同発行でどのような状況にあるのか、2015年度の発行予定から分析してみることにする。表1にまとめている。個別発行と共同発行の合計額に対して、共同債の発行割合が5割以上の自治体は、道府県24団体中12団体、指定都市12団体中4団体となっている。道府県の団体に顕著に現れている傾向として、財政力指数が低く、交付税等／歳入の比率が高くなっている。つまり、財政力が24団体中比較的弱い自治体に属しているところは共同債の発行比率（表の②／（①＋②））が高く、相対的に財政力が強い地方自治体の共同債の発行比率は低いということである。

共同発行市場公募地方債に参加していない市場公募地方債発行自治体は19団体あるが、2つに大別できる。1つ目は、東京都や横浜市のように、財政力が十分な自治体である。2つ目は、財政力が弱く、市場公募地方債自体の発行額が小さい自治体である。前者は、自らの資金調達能力が高く、これからも共同発行市場公募地方債に参加しない可能性が考えられる。一方で後者は、全体の発行額規模の積み増しが起きてくれば、そのためには公的資金からの振替も含めた検討の結果、共同発行市場公募地方債の枠組みに参加することもあり得るだろう。

市場公募地方債の発行規模や地方自治体の財政力に地域差が生じている現状が共同発行市場公募地方債とのかかわりに影響を及ぼしている。地域別に区分した共同債で結束すると、財政力の弱い自治体が比較的多く存在する地域は共倒れのリスクに備えねばならない。こうしたことから、起債自由化と地方債の市場化の結節点として、共同発行市場公募地方債が共助としてナショナルミニマムを維持する装置となり得るのではないだろうか。

38) 都道府県では23団体（うち市場公募発行団体数は11）、政令指定都市では8団体（うち市場公募発行団体数は8）、が不参加となっている。

39) 2003年度東京都債の年間発行額は8,800億円で、共同債は8,470億円の予定であった。その後、共同債の発行額は東京都債を大きく上回る状況については、既述のとおりである。

40) 2004年度の「地方債に関する調査研究委員会」報告書では、「共同発行市場公募地方債の市場評価がその期待される水準を保つことができない場合には、参加団体が共同発行の枠組みから抜ける可能性を否定できない」としていた。

表1：市場公募地方債の発行額及び財政力等の比較

団体名	2015年度発行計画額（単位：億円）			2015年度決算（単位：％、財政力指数除く）		
	個別発行①	共同発行②	合計①+②	財政力指数	実質公債費比率	交付税等／歳入
北海道	2,300	800	3,100	0.41903	20.6	33.0
宮城県	600	600	1,200	0.59597	14.5	19.9
秋田県	-	-	-	0.29862	14.1	36.7
福島県	300	300	600	0.50947	11.7	15.3
茨城県	100	300	400	0.63309	12.1	24.7
栃木県	100	0	100	0.62166	11.5	22.0
群馬県	400	0	400	0.60277	12.1	22.9
埼玉県	3,400	600	4,000	0.76548	12.0	20.7
千葉県	2,400	500	2,900	0.77694	10.9	18.1
東京都	7,400	0	7,400	1.00321	1.3	0.0
神奈川県	2,600	500	3,100	0.91745	12.0	12.2
新潟県	600	600	1,200	0.43519	15.8	30.5
福井県	300	100	400	0.37820	14.5	34.3
山梨県	200	0	200	0.37876	15.9	33.0
長野県	200	510	710	0.47586	12.7	31.3
岐阜県	150	200	350	0.52358	13.6	28.6
静岡県	2,800	300	3,100	0.70999	14.0	20.2
愛知県	3,000	300	3,300	0.92052	14.3	9.2
三重県	100	100	200	0.57544	14.4	27.3
滋賀県	100	0	100	0.53932	14.1	29.5
京都府	1,400	600	2,000	0.56713	16.2	25.1
大阪府	6,700	800	7,500	0.74980	19.4	16.3
兵庫県	2,300	800	3,100	0.62062	16.8	21.9
奈良県	100	200	300	0.41269	11.7	36.7
鳥根県	200	0	200	0.24170	10.5	40.7
岡山県	200	100	300	0.50096	12.1	29.2
広島県	1,100	600	1,700	0.58581	14.9	26.5
徳島県	100	250	350	0.32018	16.7	34.5
高知県	100	0	100	0.24472	10.8	43.5
福岡県	750	0	750	0.61836	13.1	22.4
佐賀県	100	0	100	0.32938	11.2	36.9
長崎県	100	0	100	0.31562	13.8	37.6
熊本県	200	300	500	0.38688	12.3	34.2
大分県	100	200	300	0.35828	12.7	36.3
鹿児島県	100	700	800	0.32140	14.7	39.5
札幌市	800	300	1,100	0.72	4.9	16.2
仙台市	150	410	560	0.89	9.8	9.8
さいたま市	100	0	100	0.98	5.0	4.2
千葉市	200	300	500	0.95	18.0	6.6
横浜市	1,740	0	1,740	0.97	17.0	4.8
川崎市	660	240	900	1.00	7.5	1.0
相模原市	100	0	100	0.93	3.2	8.6
新潟市	100	100	200	0.75	11.0	17.5
静岡市	200	100	300	0.91	8.5	9.8
浜松市	100	0	100	0.89	9.1	10.9
名古屋市	1,350	0	1,350	0.99	12.7	2.8
京都市	800	400	1,200	0.79	15.2	12.2
大阪市	2,100	600	2,700	0.92	9.2	6.8
堺市	200	0	200	0.84	5.5	11.7
神戸市	800	300	1,100	0.79	7.9	13.2
岡山市	100	0	100	0.79	9.5	14.7
広島市	300	300	600	0.83	15.0	11.5
北九州市	900	600	1,500	0.72	12.6	14.7
福岡市	1,100	300	1,400	0.88	12.4	8.3
熊本市	100	0	100	0.71	9.6	16.9
合計	52,500	14,210	66,710	-	-	-

（注1）福岡県は2015年度暫定予算。秋田県は新規発行団体のため、数値計上していない。

（注2）交付税等とは、地方交付税に減収補てん債（特別分）と臨時財政対策債を加えたもの。

（出典）総務省資料より、筆者において作成。

（3）課題対応と新たな課題

経済学的には、共同発行市場公募地方債に参加する地方自治体の数が増加することで、発行規模の拡大が見込まれ、規模の経済や範囲の経済が働くメリットが想定される。このように共同発行にはメリットがあるが、その組織編成についてアプローチの違いが存在している。三宅（2014b）は全国的な共同発行を基本としているが、先述した土居（2007）はそうではなく地域別での共同発行を基本に据えている。

地方部の自治体は、相対的に財政力指数が低い。しかし、都市部に比べて事業規模が小さく、起債残高が抑制されているため実質公債費比率が低い場合がある。一方で、財政力が弱いと歳入に占める地方交付税は多いというデータもある。十分な地方交付税の確保ができないとなれば、地域間格差は拡大し、共同発行におけるリスクは偏在することになる。石ほか（1982）は、1960年代と70年代において、国から地方自治体への財政資金（地方交付税や国庫支出金ほか）の配分便益を地域別に分析し、関東臨海部、静岡、愛知、京都、大阪、兵庫などの大都市圏は受益が少なく、東北、北陸、山梨、長野、山陰、徳島、高知、九州（福岡除く）地域は、便益が多いとしている。その他にも、矢田ほか（1975）、伊藤（1988）、齋藤（2010）でも同様の地域間再配分機能や地域間格差を実証している。全国の地方自治体をネットワークでつなげる共同債の発行はリスク分散に連なるものであり、土居（2007）が指摘するような地域別の共同発行機関への改編は、日本の地方自治体には相応しくないであろう。市場公募地方債発行団体は、全国に散在していることから、範囲の経済とともに各地方自治体が独立していることからリスクの分散効果も発揮し得るのである。

次に共同発行市場公募地方債に対する市場の反応を探ってみて、そこから課題対応の方策を検討する。

2009年の「地方債に関する調査研究委員会」報告書によると、共同発行市場公募地方債に関しては生損保等による投資が限定的であった。機関投資家への面談調査等では、共同発行市場公募地方債への投資経験がない理由として、「個別発行債と比較して信用リスクが計りづらい」（地方銀行）、「信用リスク的には団体連帯債務であっても、発行体はあくまでその債券の発行体になるため、それぞれにリスク量が割り当てられることになり、別途個別発行債を購入する際に、リスク超過になってしまう」（生命保険）、「投資対象銘柄の選定に関し、スプレッドを重視している」（系統金融機関）といった点があげられた。同じ面談調査等では、各種財政指標、発行体による依頼格付け等の情報に基づき市場公募地方債発行団体毎に投資可能上限金額（クレジットライン）に差を設定している投資家もあり、発行体間の相対比較となった場合、信用力の高い銘柄を選好するとの指摘があった。

一方、引受金融機関・機関投資家へのアンケート調査では、「共同発行債の商品性向上策」

について、「償還年限の多様化」（引受金融機関21.7%，機関投資家21.4%）が最も多くあげられた。同じ面談調査等によれば，5年債及び20年債へのニーズが多かった。「5年債は投資家層が10年債の投資家とほとんど同じであり消化が可能」との意見があった。一方で，20年債については，「投資家ニーズは強いことから，主幹事方式など引受リスクを極小化するような工夫をした上で，安定消化が可能」との意見があった。

従来の市場公募地方債では，市場化もにらみながら償還年限の多様化を図ってきている。2000年度には，従来の10年債に加えて5年債が発行され，2006年度に7年債，2008年度に3年債，さらに2009年度に2年債がはじめて発行された。超長期債への取組としては，2003年度に20年債並びに30年債，2004年度に15年債がはじめて発行されている。

市場公募地方債の発行団体は政令指定都市の増加とともに順次拡大しているが，とりわけ超長期債においては飛躍的に発行が増加しており，従来，主に公的資金で賄われてきた超長期ゾーンの資金が市場公募地方債へシフトしている。

このように個別発行では弾力的な発行が行われているにもかかわらず，共同発行市場公募地方債では唯一10年債だけである。投資家のニーズを踏まえるならば，歴史的な低金利が続いていることに鑑みると，10年債にこだわることなく，超長期債の発行について検討していくことには意義がある。比較的調達環境も安定化しており，平均償還年限の長期化を促進していく絶好のタイミングだとも考えられる。平均償還年限を長期化していけば，借換えリスクの抑制や発行コストの軽減にもなるなど，メリットは少なくないはずである。

国債に対するスプレッドは，東京都債や共同発行市場公募地方債でも発生している。既に発行規模では東京都債を上回った共同発行市場公募地方債だが，スプレッドに関しては，東京都債に劣後している。これが共同発行市場公募地方債スプレッド \leq 東京都債スプレッドのレベルになれば既存の財政力優良自治体も不満を感じないであろう。

そのレベルに引き上げていくには，これまで以上に工夫を凝らしたIRを通じて投資家へアピールしていく必要がある一方で，優良な地方自治体の新規参入をいかに促進していくかである⁴¹⁾。市場から信任される自治体の参加は，投資家に喜ばれる可能性が高いからだ。

5. 地方自治体と共同債

戦後，地方自治法の制定で起債自主権を獲得したにもかかわらず，起債許可制度によっ

41) もちろんそのための基準設定が必要なことは言うまでもない。財政健全化4指標だけでなく，都市の成長性なども加味するなどして判断することになろう。

て地方自治体は国の集権的な下での起債運営を余儀なくされてきた。地方分権一括法の制定により、協議制への移行をみることとなった。しかし、協議制となった今も、許可制と変わらない制度運用が残っている。第1点目は、資金配分である。第2点目は、弱小地方自治体への長期・低利の公的資金の供給である。これらはいずれも強制力が弱くなったり、制度の組み換えがあつたりはしているものの、厳然と存続している。

存続している理由は何なのか、国の関与は本当に必要なのだろうか。第1点目については、マクロで地方債計画に沿って資金配分が決まっており、手続き上は許可から協議という建前をとっているにすぎず、本質は何ら変わっていない。資本市場における金融自由化や国際化によって、今や国による効率的な資金配分は市場に委ねることで資金の最適化は可能となっている。第2点目については、国がマクロで地方自治体をウォッチしながら、財政融資資金をコントロールしていく必要性は残るとしても、既にみたように地方共同の資金調達機関を活用することにより、長期・低利の資金供給は代替可能である。

中里（2012）は、中里（2009）を踏まえつつ、次のように言及している。「市場を通じた規律付けの強化と安定的な資金調達の間にはトレード・オフの関係が存在する可能性があるが、この点については一部の地方債（臨時財政対策債）について従来のスキームを引き続き維持するとともに、地方債の共同発行を活用することによって、安定的な資金調達を確保していくことが適切と考えられる」としている⁴²⁾。

2つの共同債に共通するメリットは、一括して資金を調達することのコスト軽減による財政的側面のみならず、一元的な事務処理によるノウハウ蓄積といった金融的側面もある。可能な限り地方自治体へ起債自主権を移すのならば、4（2）で述べたように、地方債管理の主体も地方自治体でなければならない。こうしたことから、地方債の発行は市場化の進展といった一方向だけで進むのではなく、共同債といった仕組みも問われることになる。

三宅（2014b）は、地方債の個別発行が優先され、地方債の共同発行が劣後しているとの認識を示している。起債自主権が最大限に尊重され、金融市場からの資金調達コストを抑えるためには、他の地方自治体との連携が重要だとしている。地方債における公的関与のあり方について、欧米先進国との比較分析を踏まえながら、公的支援重視モデルは財政融資資金だけとし、地方公共団体金融機構は市場競争重視モデルの競争創出型に転換を図るべきと結論付けた。

財政状況の良好な地方自治体だけによる共同債の発行や財政規模は小さくとも、財政状況の良好な地方自治体の参加を検討するなど、制度の見直しも不可欠であろう。その場合、

42) 中里（2012）pp.54-72参照。

財政力が弱い団体を含めた共同債のスキームが、別途必要となるものと思われる。

筆者はこれまで地方債の共同発行機関として、地方公共団体金融機構と共同発行市場公募地方債を同時並行で、これらのメリット等を述べてきたところである。現在、それぞれ単体として共同発行の役割を担っているが、事務機構として、両者の統合化が検討できるのではないだろうか⁴³⁾。前述した課題への対応として、会社の組織形態になぞらえ、ホールディングス化するものである。その傘下に地方公共団体金融機構と共同発行団体連絡協議会を治めるのである。3兆円（2017年度地方債計画では、前者1.8兆円＋後者1.2兆円）を超える資金調達でスケールメリットは拡大し、そのメリットが実際に発現してくれば、新たな事務機構に加わる市場公募団体も出現してくるだろう。全部の市場公募団体が参加し、個別発行債もインクルーシブすることになれば、5兆円（2017年度地方債計画では、2.6兆円＋1.8兆円＋1.2兆円）をゆうに超える資金調達機関となる。デメリットを薄めつつメリットを最大化していくことの検討は有意だと考えられる。

6. おわりに

各国には、それぞれに異なる地方債制度があるように、Teresa Ter-Minassian and Jon Craig (1997) は、地方債管理の方法について、「中央政府統制型」「一元的市場規律型」「中央・地方政府協調型」「ルール規制型」の4類型としている。地方分権が進んだ先進国などにあつては、市場メカニズムを核としながら、財政均衡ルールや破産ルールなどによって補完する仕組みを構築しているようである⁴⁴⁾。

2000年代以降、市場の論理を踏まえた地方債制度の構築や地方債市場のインフラ整備が進められてきた。しかし、弱小自治体の財政状況など、地方自治体間での財政力格差も勘案した制度運用についての考慮も必要である。その手立てとして考えられる資金調達手法として共同債がある。地方債の共同発行は、地方自治体が低利かつ長期安定的に資金を調達するための方策として、財政力が弱く、資金調達能力の劣る自治体が資金を調達する手段として有効であると考えられる。

先述したように、諸外国でも地方債制度には各個々に財政事情等を反映したものになっているだけでなく、共同の資金調達機関を通じた資金の供給が行われている。

43) 地方財政法第5条の7によって、地方債の発行は地方自治体に限られているため、現行のままでは統合化はできない。地方公共団体金融機構を共同発行市場公募団体以外の地方自治体の本部組織へと改組すれば、両者の統合化は可能となる。

44) 土居丈朗・林伴子・鈴木伸幸（2005）「地方債と地方財政規律—諸外国の教訓—」に各国の財政ルールが詳しく分析されている。

今後、地方自治体が拡充された起債自主権を最大限有効に活用して自律的な財政運営を行うに際しては、金融市場、とりわけ債券市場を自らにとって有利なかたちで利用するための方法を確立するべきであろう。必要な資金をできる限りコストを抑えて効率的かつ安定的に調達するためには、公的資金に依存するのではなく、市場のルールに従う方が結果として有利に働く仕組みへと変化しており、共同債の拡充は時宜にかなったものといえる。日本も、中央政府統制型から、中央・地方政府協調型へと移行していく過渡期にあるのではないだろうか。ただし、共同債の拡充でどれくらいの効果が見込まれるかについては、今後の検討課題としたい。

【参考文献】

- 石弘光・小泉一郎・長谷川正・秦邦昭・山本裕一（1982）「地域間における受益と負担の帰着と再配分効果」『経済分析』第86号。
- 伊藤弘文（1988）「財政資金の地域構造」『所得・賃金の地域構造』大明堂，pp.197-219。
- 内堀節夫（1999）『公的金融論』白桃書房。
- 江夏あかね（2009）『地方債の格付けとクレジット』商事法務。
- 公営企業金融公庫編（2009）『公営企業金融公庫史』公営企業金融公庫。
- 小池拓自（2006）「公営企業金融公庫の廃止」ISSUE BRIEF NUMBER 556 国立国会図書館。
- 小西砂千夫（2011）『市場と向き合う地方債—自由化と財政秩序維持のバランス—』有斐閣。
- 齊藤由里恵（2010）『自治体間格差の経済分析』関西学院大学出版会。
- 代田純（2007）『日本の国債・地方債と公的金融』税務経理協会。
- 田中信孝（2008）『政府債務と公的資金の研究—国債・財政投融资・地方債の制度と歴史を巡る考察—』敬文堂。
- 田中信孝（2009）「地方公共団体金融機構の財務基盤と公営競技納付金を巡る課題」『自治総研』通巻370号。
- 丹波由夏（2003）「地方債市場の変化」『金融市場』2003年5月号，農林中金総合研究所。
- 地方公共団体金融機構 ディスクロージャー誌 各年度版。
- 地方共同の金融機関のあり方に関する検討会（2009）「地方共同の金融機関のあり方に関する検討会報告書」。
- 地方債協会（2014）『平成26年度版地方債統計年報（36号）』。
- 地方財務協会（2016）『公営企業 7月号』（2016.7月号）。
- 土居丈朗・林伴子・鈴木伸幸（2005）「地方債と地方財政規律—諸外国の教訓—」ESRI Discussion Paper No.155。
- 土居丈朗（2006）「地方債制度の経済分析—理論・実証分析が示唆する分権時代の地方債制度のあり方」『フィナンシャル・レビュー』第82号，財務省財務総合。
- 土居丈朗（2007）『地方債改革の経済学』日本経済新聞出版社。

- 地方債協会 (2010)『金融市場環境の変化を受けた地方債投資ニーズの動向と資金調達手法の変化』平成21年度「地方債に関する調査研究委員会」報告書。
- 中里透 (2009)「地方債の共同発行に関する論点整理」『会計研究』第40号, 会計検査院。
- 中里透 (2012)「地方債の信用力とリスクシェアリング」『フィナンシャル・レビュー』通巻第108号, 財務省財務総合政策研究所。
- 野村資本市場研究所 (2007)『変革期の地方債市場—地方債の現状と展望—』金融財政事情研究会。
- 平嶋彰英・植田浩 (2001)『地方債 (地方自治総合講座9)』ぎょうせい。
- 三宅裕樹 (2014a)「財政学からみた地方債の在り方」『東京大学大学院経済学研究科・経済学部 地方公共団体金融機構寄付講座 (第二期)第5回フォーラム』。
- 三宅裕樹 (2014b)『地方債市場の国際潮流—欧米日の比較分析から制度インフラの創造へ—』京都大学学術出版会。
- 宮脇淳 (1995)『財政投融资の改革』東洋経済新報社。
- 矢田俊文・長岡顕・青野寿彦 (1975)「所得・賃金の地域的集中と再配分」『戦後日本資本主義の地域構造』汐文社。
- 吉野直行・高月昭年 (2003)『入門・金融』改訂2版, 有斐閣。
- Alain SCHEBATH (2002)「フランスの地方債—フランスの地方債自由化後に何が起こったか—」日本地方財政学会編『財政危機と地方債制度』。
- Yun-Hwan Kim (2003)“*Banks or Bonds? :building a municipal Credit Market*”*Local government finance and bond markets*, Asian Development Bank.
- Teresa Ter-Minassian and Jon Craig (1997)“*Control of Subnational Government Borrowing*”*Fiscal Federalism in Theory and Practice*, pp.156-172。

【参考資料】 (2017年6月5日アクセス)

- 共同発行団体連絡協議会 <http://www.kyodohakko.jp/>
- 共同発行市場公募地方債 (共同債) <http://www.chihousai.or.jp/03/01.html>
- 総務省地方財政白書 http://www.soumu.go.jp/menu_seisaku/hakusyo/index.html
- 地方公共団体金融機構 <http://www.jfm.go.jp/>
- 地方債協会 <http://www.chihousai.or.jp/>

Joint Publication of Local Government Debt Bonds: The Possibility for Integrating Government Finance Company Funds and Market Open Call Local Government Debt Bonds

OOHIGASHI Tatsuki

Key Words : Local government debt, Joint publication, Local public entity finance mechanism,
Joint primary market open call for participants local government debt

Abstract

With the fiscal investment and loan reform of 2001, local government debt switched to being traded on the open market. Due to this reform, the role of the local government debt shifted from financing to dealing with added financing cost. As a method to facilitate this, I examine the possibility for the joint publication of local government debt.

This paper examines, from an economic viewpoint, the effectiveness of financing techniques, and the merit gained by joint publication of local government debt. Local public entity finance mechanisms and publication of two combination bonds, which succeeded the government-backed finance corporation and now called the joint primary market open call for participants local government debt, exists, but both face issues needing consideration.

I conclude that for local governments to overcome such problems and create broader financing techniques, the merits of unifying the publication of the two bonds should be explored.